

QUADERNI



Università degli Studi di Siena
DIPARTIMENTO DI ECONOMIA POLITICA

SILVIA MARCHESI

Riacquisto di debito pubblico: estero e interno

n. 353 – Giugno 2002

Riacquisto di debito pubblico: estero e interno

*Silvia Marchesi**

Dipartimento di Economia Politica

Università di Siena

8 Maggio 2002

Abstract

Since the 1980s many indebted countries have repurchased part of their debt usually at substantial discounts on the face value and these operations have appeared to be an attractive opportunity for highly indebted countries. Since 1990 onwards, some OECD countries have also begun to acquire experience in the use of debt repurchase instruments and some of them established regular bond repurchasing programmes. As far as we know, the literature on public debt management has not dealt with buybacks of domestic debt (except, for example, Coe *et al.*, 2000), while they have been analysed quite deeply in the international debt framework. The main objectives of a domestic debt repurchase is to reduce both the *risks* and the *costs* of debt service. The risk that is considered is refinancing risk. Through buybacks the government can intervene in the market in order to smooth the maturities profile and so to avoid tensions in the secondary market. Then, buybacks could help reducing the costs of indebtedness for three reasons. In the first place they could be a way to increase the liquidity of the secondary

*Sono grata ad Alessandro Missale per avermi incoraggiata a scrivere questo lavoro e per i suoi preziosi suggerimenti. Desidero ringraziare anche Pasquale Ferro, della Banca d'Italia, Servizio Rapporti con il Tesoro, per avermi fornito i dati relativi alle operazioni di riacquisto di debito pubblico. Eventuali errori e imprecisioni rimangono di mia esclusiva responsabilità. Corrispondenza: P.za S.Francesco 7, 53100 Siena. Tel. 0577/235088; Fax. 0577/298661. E-mail: marchesi@unisi.it

market by switching from illiquid to liquid securities. A second way to reduce the costs of debt service could also derive from an opportunistic use of repurchases. The government could distinguish the more expensive bonds in the market and repurchase them issuing in their place cheaper securities. Finally, buybacks could be used to eliminate “unfair” risk premium since they can be used by a government in order to enhance its commitment to an announced policy.

JEL classification: E62, H63.

Keywords: Buyback, Public debt management.

1 Introduzione

Con il termine di “riacquisto” si intende l’intervento da parte di un paese per ricomprare una quota del suo debito sul mercato secondario prima che questo scada.¹ Negli ultimi quindici anni paesi molto indebitati sono ricorsi ad operazioni di riacquisto (o *buyback*) per gestire in modo migliore l’enorme peso rappresentato dal loro debito estero. Dall’inizio degli anni novanta, anche alcuni paesi OCSE hanno riacquistato parte del loro debito interno e alcuni di loro, sin da allora, hanno stabilito dei programmi regolari di riacquisto.

A seconda degli obiettivi che si vogliono raggiungere il riacquisto può essere accompagnato da una contemporanea offerta di nuovi titoli, con diverse caratteristiche per scadenza e rendimento, in questo caso esso prende il nome di concambio. Pertanto, il semplice riacquisto (accompagnato cioè dalla eliminazione dei titoli) consente principalmente di ridurre il debito, mentre attraverso il concambio si punta soprattutto a potenziare la liquidità dei mercati.

Mentre i riacquisti sono stati praticamente trascurati nella letteratura sul debito interno, in quella sul debito internazionale sono stati descritti per esteso.² In questa letteratura manca però una concordanza di opinione riguardo alla questione se il *buyback* consenta effettivamente ai paesi più indebitati di ridurre i costi dell’indebitamento. Tali costi possono essere sia di natura strettamente finanziaria sia dipendere dalle inefficienze economiche associate ad un debito troppo alto.

Bulow e Rogoff (1988 e 1991) sono contrari ai riacquisti poiché sosten-

¹Anche le aziende talvolta ricorrono a questo tipo di operazioni al fine di risollevere le quotazioni dei loro titoli eccessivamente depresse da mercati in crisi.

²In questo lavoro, per debito estero (debito detenuto dai non residenti) ci riferiremo esclusivamente al debito emesso dai paesi in via di sviluppo. Mentre, per debito interno (debito detenuto dai cittadini residenti) intenderemo soltanto il debito emesso dai paesi OCSE.

gono che questi avvengono a prezzi troppo alti. Altri autori, invece, considerano positivamente il riacquisto di debito. Tra gli altri, Dornbusch (1988), Froot (1989), Krugman (1989), Rotemberg (1991), Acharya e Diwan (1993), Cohen e Verdier (1995), Thomas (1996), Marchesi e Thomas (1999) ci forniscono una serie di motivi per vedere con favore questo tipo di interventi.

Alcuni paesi in via di sviluppo hanno recentemente condotto anche operazioni di concambio. In particolare, Messico, Brasile e Argentina hanno sostituito (riacquistandoli) una parte di quei titoli che erano stati emessi in occasione del piano Brady con nuovi titoli (privi dello stigma di *Brady bonds*).³ Tuttavia, nel caso del debito estero, i riacquisti predominano sui concambi per le caratteristiche dei mercati secondari dove questi titoli vengono scambiati (mercati poco spessi e poco ampi).

L'evidenza istituzionale che abbiamo raccolto sui riacquisti (e concambi) di debito interno suggerisce che gli obiettivi principali per cui un governo dovrebbe intervenire per riacquistare parte del suo debito sono di ridurre sia i rischi che i costi dell'indebitamento. Il *rischio* che si considera è il rischio di rifinanziamento: sia il riacquisto che il concambio consentono ad un governo di intervenire sul mercato e di alterare la composizione dei titoli in circolazione per ottenere una struttura più omogenea delle scadenze.

Per quanto riguarda il lato dei *costi*, il riacquisto consente soprattutto di ridurre la quantità di debito, mentre il concambio rappresenta un modo per aumentare la liquidità, e quindi l'efficienza, dei mercati. Pertanto questo tipo di interventi non sarebbe "neutrale" rispetto alla gestione del debito.⁴ Infine, un'ultima ragione per cui il concambio consentirebbe di ridurre i costi dell'indebitamento dipende dall'esistenza di asimmetria informativa tra governo e investitori privati. In questo caso, tramite il concambio, un governo potrebbe segnalare il suo impegno a perseguire la politica di stabilizzazione che ha annunciato, eliminando così premi per il rischio "ingiustificati," ovvero dovuti a problemi di credibilità delle autorità di politica economica (March-

³Nel 1989, l'allora in carica ministro del Tesoro americano (Nicholas J. Brady), annunciò una nuova strategia di gestione del problema del debito internazionale (piano Brady) che portò alla parziale riduzione del debito esistente piuttosto che alla concessione di nuovi prestiti.

⁴Ricordiamo che sotto le condizioni di perfetta razionalità e altruismo degli agenti, completezza ed efficienza dei mercati finanziari e assenza di tasse distorsive, è valida la condizione di equivalenza ricardiana e quindi anche quella di neutralità della gestione del debito (meno restrittiva).

esi, 2002).

Il resto di questo lavoro è organizzato come segue. La Sezione 2 contiene una rassegna della letteratura sui riacquisti di debito estero mentre la Sezione 3 descrive l'evidenza istituzionale sui riacquisti (e sui concambi) di debito interno e indaga sulle loro possibili motivazioni. Infine, la Sezione 4 conclude.

2 Debito estero

Nella letteratura sul debito estero i riacquisti sono stati descritti e valutati soprattutto nel contesto della crisi debitoria dei paesi in via di sviluppo, negli anni ottanta. Un tratto comune in questa letteratura è stato quello di valutare se il *buyback* consentisse ai paesi più indebitati di contenere i costi, di varia natura, derivanti da un indebitamento eccessivo e, nei casi più gravi di evitare, o almeno contenere, le conseguenze drammatiche di un *default* di debito.

La caratteristica principale del debito sovrano (ovvero il debito emesso da uno Stato e detenuto sia internamente che all'estero) è quella di non essere sottoposto a delle regole precise in caso di “fallimento,” così come avviene invece, in larga misura, per il debito privato.⁵ Per il debito sovrano, le garanzie in caso di fallimento non sono di fatto possibili o, se lo sono, sono estremamente limitate.⁶ In altre parole, la relazione tra creditori e debitori sovrani dipende, oltre che dalla loro capacità di pagare, anche dalla loro effettiva volontà di essere solventi.

La letteratura sul *sovereign debt* si è concentrata sugli *incentivi* che un paese potrebbe avere nel ripagare i propri debiti, sulle *distorsioni* create dall'inadeguatezza (o mancanza) di questi incentivi e infine sui *rimedi* che sono stati proposti ed applicati, sia dai debitori che dai creditori, per alleviare le conseguenze di tali distorsioni.

⁵Drazen (1998) mette in evidenza come il “grado di sovranità” che un paese esercita sul proprio debito possa variare a seconda che chi lo detenga risieda o meno all'interno del paese. In particolare essa sarebbe minore nel caso del debito interno poiché i residenti godono di diritti politici che consentono loro di “punire” (con il voto) un governo insolvente. Per questo motivo per debito sovrano si fa spesso riferimento al debito estero (si veda, ad esempio, Eaton e Fernandez, 1995).

⁶Anche quando l'applicazione di tali garanzie è possibile, essa è molto spesso associata ad alti costi in termini di denaro, di tempo e di rischio.

Ci sono due meccanismi con i quali i creditori internazionali possono obbligare i loro debitori ad essere, almeno in parte, solventi. Essi consistono o in una punizione diretta (per esempio tramite sanzioni, soprattutto di natura commerciale, come la confisca di esportazioni e/o importazioni in transito) oppure possono comportare l'esclusione futura dal mercato dei capitali internazionali (il cosiddetto "effetto reputazione").

Sono numerose le distorsioni che possono derivare dalle difficoltà ad imporre il rispetto del contratto di debito. Sanzioni limitate ed indirette possono ridurre la capacità che un paese ha di assicurarsi un certo livello di consumi attraverso i mercati finanziari (Obstfeld e Rogoff, 1996). Anche il commercio internazionale potrebbe risentirne, a causa di un meccanismo perverso che ridurrebbe gli incentivi di un paese indebitato a investire in questa direzione (Fafchamps, 1996). Più in generale, il livello degli investimenti può essere condizionato dall'esistenza di un debito eccessivo (*debt overhang*). Per "debito eccessivo Krugman (1988, 1989) intende la presenza di una quantità di debito così alta che i creditori non si aspettano di venire interamente ripagati (ovvero il mercato associa un premio per il rischio al debito esistente). A sua volta, al rischio di *default* si può sommare un altro effetto indesiderato, ovvero un "disincentivo a investire" causato dal timore che i proventi degli investimenti vengano usati per ripagare il debito esistente (*debt overhang effect*).

Ciò sarebbe vero per una serie di ragioni. Il governo di un paese altamente indebitato sarebbe meno disposto ad intraprendere delle misure di politica economica rivolte ad aumentare il livello degli investimenti quando i proventi di tali investimenti sono destinati all'esterno del paese. Il peso del debito estero ricadrebbe sui residenti sotto forma di nuove tasse, in particolare tasse sul capitale, con il risultato di scoraggiare ulteriormente gli investimenti. Inoltre, un paese altamente indebitato avrebbe grosse difficoltà ad ottenere nuovi prestiti, anche allo scopo di realizzare investimenti produttivi. Infine, un alto livello di debito estero potrebbe scoraggiare un miglioramento del saldo delle partite correnti per mezzo di una svalutazione, visto che quest'ultima avrebbe come effetto secondario quello di far aumentare il valore (in valuta nazionale) di un debito denominato in valuta estera (generalmente in dollari).⁷

⁷L'evidenza empirica a questo riguardo non è molto forte. Warner (1991) sostiene, ad

Per tentare di alleviare questi problemi sono state intraprese molte iniziative, da parte di creditori privati, di paesi indebitati e di Istituzioni Finanziarie Internazionali (come il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale). In particolare, il piano Brady (1989-'94) prevedeva la combinazione di un intervento del Fondo (con la concessione di prestiti subordinata all'applicazione dei suoi programmi) e di un'offerta di riduzione del servizio del debito da parte delle banche (La Tabella 1, in Appendice, contiene l'elenco dei paesi che aderirono al piano).

Il piano Brady aveva una duplice natura: sia volontaria che orientata al mercato. Volontaria, perché diede alle banche la possibilità di scegliere all'interno di un menù di opzioni. Orientata al mercato, poiché la struttura delle opzioni era ancorata al valore di mercato dei prestiti. Una di queste opzioni, in particolare, fu quella di consentire che i paesi debitori "ristrutturassero" il loro debito riacquistandone una parte sul mercato secondario. Il riacquisto rappresentava un'attraente opportunità per paesi molto indebitati poiché consentiva loro di ritirare quantità considerevoli di debito sfruttando gli sconti elevati cui i loro titoli erano scambiati nel mercato secondario.⁸ Questo tipo di transazioni sono state comuni sia tra i paesi indebitati a medio reddito che a basso reddito (come Brasile, 1992; Messico, 1988; Bolivia, 1988; Uganda, 1993; Zambia, 1994; Tanzania, 1996).⁹

esempio, che nei paesi in via di sviluppo il collasso degli investimenti non dipese tanto dal problema del debito quanto dal declino delle ragioni di scambio e dall'aumento dei tassi di interesse mondiali negli anni ottanta. Analogamente, Cohen (1993) attribuisce alla crisi debitoria un ruolo ridotto per spiegare il collasso degli investimenti nello stesso periodo. Tuttavia, test più recenti (Sawada, 1994; Deshpande, 1997; Pattillo *et al.* 2002), confermano l'esistenza di un effetto da *debt overhang* in paesi altamente indebitati.

⁸Il riacquisto non fu comunque l'unico modo con cui una parte del debito venne ritirata. Un'alternativa ai riacquisti furono, ad esempio, i *debt-equity swap*. In un *debt-equity swap*, un'impresa acquista direttamente un titolo da una banca sul mercato secondario. Il titolo viene poi presentato dall'impresa alla banca centrale del paese emittente affinché lo riacquisti, in valuta locale, ad uno sconto. Il vincolo per l'impresa è che i proventi della vendita del titolo siano utilizzati per investire nel paese in questione.

⁹I paesi più poveri hanno puntato a riacquistare (ed eliminare) soprattutto il loro, scarso, debito di natura commerciale (cioè contratto con privati) (London Economics, 1996).

2.1 Critiche

Nella letteratura sul debito internazionale manca tuttavia una concordanza di opinione riguardo alla questione se il *buyback* sia vantaggioso o meno per i paesi che lo effettuano. Bulow e Rogoff (1988) criticano aspramente il riacquisto, sostenendo che questo consista in un “*boondoggle*,” un’operazione cioè più vantaggiosa ai creditori che ai debitori (a meno che non rientri in un piano di aiuti più ampio, che assegni ai debitori un guadagno netto). Infatti, dopo l’annuncio dell’operazione, il valore del debito residuo aumenterebbe e, per indurre i creditori a cedere i loro titoli, il paese sarebbe costretto ad offrire il prezzo atteso *post-buyback*.

In altri termini, ci sarebbe una differenza “cruciale” tra il valore “medio” e il valore “marginale” del debito. Un paese che riacquista parte del debito al prezzo prevalente sul mercato secondario, secondo i due autori, paga in realtà un prezzo pari al suo valore medio, mentre la riduzione effettiva dell’indebitamento corrisponde a quella che si avrebbe applicando un prezzo pari al valore marginale (inferiore a quello medio).

Più formalmente, gli autori definiscono il valore medio del debito (o prezzo di mercato) come rapporto tra il valore totale di mercato $v(D)$ e la quantità di debito D in circolazione (o valore nominale). $v(D) = E[\min(D, qY)]$. Il valore medio rappresenta cioè il valore (atteso) minimo tra due quantità: da un lato il valore nominale del debito e dall’altro una frazione fissa q dell’intero reddito disponibile del paese.¹⁰ Bulow e Rogoff definiscono poi il valore marginale del debito $v'(D)$ come una misura di quanto varia il suo valore di mercato quando il valore nominale viene alterato di un’unità (per esempio un dollaro). $v'(D)$ indica anche la “probabilità di solvibilità” associata a ciascun debitore.¹¹

Secondo Bulow e Rogoff per valutare l’opportunità o meno dell’operazione di riacquisto il paese deve fare un confronto tra i costi e i benefici dell’operazione.

¹⁰L’ipotesi che, in caso di fallimento, i creditori possano ottenere una frazione fissa pari a q (il cui valore è il risultato di una contrattazione tra creditori e debitori) è un’ipotesi standard nella letteratura sul debito estero.

¹¹Infatti, quanto più un paese è finanziariamente solido (quindi solvente) tanto più il valore nominale e il valore di mercato del suo debito si avvicinano, cioè la “reattività” del secondo al variare del primo, $v'(D)$, aumenta. Per questo motivo, al crescere di $v'(D)$, cresce anche la probabilità di solvibilità.

I costi derivanti dalla spesa di un dollaro nel riacquisto di un'unità di valore nominale del debito superano i benefici se:

$$1 - q[1 - v'(D)] > Dv'(D)/v(D) \quad (1)$$

ovvero se il lato sinistro dell'equazione (1), che rappresenta i costi, è maggiore del lato destro, che rappresenta i benefici. Per quanto riguarda i benefici, un dollaro speso nel riacquisto di debito consente di ridurre il suo valore nominale di un ammontare pari a $D/v(D)$ (cioè l'inverso del suo prezzo di mercato). A sua volta, spendere un dollaro per ridurre il valore nominale del debito comporta una riduzione del suo valore di mercato pari a $v'(D)$. Ne risulta che la riduzione complessiva dei pagamenti futuri è data dal rapporto tra il valore marginale e il valore medio del debito, cioè: $Dv'(D)/v(D)$ (rapporto che è minore di uno).

Esaminiamo adesso il lato dei costi. Il lato sinistro della (1) descrive i costi del riacquisto, cioè il dollaro che è stato speso meno un termine che fa diminuire questi costi. Infatti, nell'ipotesi di un *default* (evento con probabilità complementare a $v'(D)$), avere utilizzato parte delle risorse disponibili (in questo caso un dollaro) per riacquistare il debito fa sì che i *claims* dei creditori (qY) siano più bassi. Questo costituisce un vantaggio che va sottratto ai costi (anche questa espressione è minore di uno).

Se i paesi fossero simili a imprese private e tutti i loro beni potessero essere tratti in caso di insolvenza ($q = 1$), allora la disequaglianza (1) non sarebbe mai vera: il riacquisto sarebbe sempre vantaggioso per i debitori e svantaggioso per i creditori. Nel caso opposto ($q = 0$), il riacquisto non sarebbe mai profittevole (sostituendo $q = 0$ nella (1) otterremmo $1 > Dv'(D)/v(D)$).

In conclusione, il riacquisto di debito potrebbe rappresentare un'iniziativa positiva, per un paese debitore, solo di fronte ad un valore di q sufficientemente alto, ipotesi che Bulow e Rogoff giudicano irragionevole. Nello stesso lavoro, essi presentano infatti delle stime di q (ottenute esaminando la quota annuale di servizio del debito sul PIL) che, nel periodo 1980-'86 ha assunto circa 0.05 come valore massimo.¹² La loro conclusione è quindi che il val-

¹²Secondo Cline (1995), invece, per stimare q , non si dovrebbe prendere il valore annuale del servizio del debito, bensì il suo valore atteso su più periodi. In questo caso il valore di q aumenterebbe. In particolare, quando q tende a uno (Krugman, 1989; Froot, 1989), le conclusioni di Bulow e Rogoff (1988) vengono rovesciate.

ore di q non potrà mai essere abbastanza elevato da rendere il riacquisto un'iniziativa positiva.¹³

Per ovviare al problema dell'aumento di prezzo suggerito da Bulow e Rogoff, Cohen e Verdier (1990) introducono un'ipotesi particolare riguardo alla modalità con cui effettuare il *buyback*. Ipotizzano cioè che il debitore possa nascondere il suo intervento nel mercato dietro il “velo” di un operatore fittizio. In questo modo, le banche creditrici non potrebbero distinguere il caso in cui il riacquisto venisse fatto dallo stesso debitore da quello in cui si trattasse di operazioni tra banche. Il paese debitore potrebbe così riacquistare al prezzo *ex-ante*. Infatti, è solo se chi compra viene identificato come il paese indebitato, che il prezzo a cui i titoli di debito vengono scambiati sale, poiché è solo così che il riacquisto può migliorare il grado di solvibilità di un paese.

Infine, Williamson (1988) giudica l'aumento di prezzo come un problema secondario, conseguenza peraltro di un evento positivo. Infatti attribuisce l'aumento del valore del debito al fatto che il riacquisto abbia eliminato i detentori di titoli con aspettative più pessimistiche. Questa circostanza sarebbe positiva per il paese, anche se il risultato immediato dell'operazione è quello di fare salire il prezzo.

2.2 Vantaggi

Secondo Dornbusch (1988) ci sono due elementi importanti da considerare nel dibattito sul riacquisto di debito internazionale. Il primo è quello di valutare l'origine delle risorse che vengono utilizzate nell'operazione, ovvero se si tratta di risorse rese disponibili dal resto del mondo o di appartenenza al paese stesso. Il secondo consiste nell'esaminare se la riduzione di parte del debito conduca a guadagni in termini di efficienza (ad esempio un aumento degli

¹³Bulow e Rogoff (1991) introducono formalmente anche la possibilità che i fondi previsti per il riacquisto possano, in via alternativa, essere destinati agli investimenti. Anche in questo caso, essi dimostrano che, per un paese indebitato, la soluzione preferibile è quella di non riacquistare, utilizzando le stesse risorse per aumentare consumi ed investimenti interni. Dunque, nonostante la presenza di un effetto positivo del riacquisto sugli investimenti (poiché, riducendosi il debito, verrebbe attutito il disincentivo a investire) esso continua a non convenire ai debitori perchè ai creditori andrebbe più del cento per cento di questi guadagni di efficienza.

investimenti, una ridotta instabilità finanziaria).¹⁴ La situazione migliore, secondo l'autore, si ha quando le risorse sono fornite dall'esterno: in questo caso il riacquisto risulta un'operazione vantaggiosa anche quando i guadagni in termini di efficienza sono trascurabili. Quando non ci sono né risorse disponibili, né guadagni di efficienza, allora un'operazione di riduzione di parte del debito sarebbe un modo distorto di amministrare le risorse.

Per quanto riguarda i guadagni di efficienza, Dornbusch sostiene che il *buyback* potrebbe diventare un modo “cooperativo” per creditori e debitori di risolvere il problema del debito. In particolare, egli critica Bulow e Rogoff per non avere tenuto conto in sufficiente considerazione le inefficienze che possono derivare da un'eccessiva emissione di debito. Questi costi potrebbero, ad esempio, dipendere dai limiti alla capacità di prendere a prestito o dalle restrizioni sulla conduzione interna di politica economica (intese come pre-condizioni per ottenere degli aiuti).¹⁵ Secondo Dornbusch, il riacquisto, riducendo il debito in circolazione, può diventare un modo relativamente poco costoso che un paese indebitato ha per contenere questi costi.¹⁶

Rotemberg (1991) si concentra invece sui costi legati alla contrattazione tra debitori e creditori. Considera il riacquisto un modo per ridurli e quindi per migliorare il benessere di entrambi. In particolare, Rotemberg ipotizza che i costi di contrattazione siano in proporzione alla quantità di debito in circolazione. Poiché il riacquisto fa diminuire il debito, insieme ad esso si riducono anche i costi di contrattazione. La contrattazione relativa al debito dei paesi in via di sviluppo si è rivelata costosa per molti motivi. Individui con importanti responsabilità devono dedicare una buona parte del loro tempo alle negoziazioni e dimostrare la propria forza contrattuale comporta dei costi. Anche le sanzioni che conseguono all'incapacità di trovare un accordo rappresentano un costo.

Anche Krugman (1989) determina le condizioni in base alle quali il riacquisto potrebbe risultare vantaggioso sia per creditori che debitori. Egli ipotizza che sia una “curva di Laffer” a descrivere la relazione esistente tra il

¹⁴Si veda la Sezione 2.

¹⁵Ad esempio la condizionalità che il Fondo Monetario Internazionale associa ai prestiti che concede.

¹⁶Più recentemente, Thomas (1996) introduce formalmente i costi derivanti da un *default* di debito e dimostra come riacquisti di piccole dimensioni siano sempre vantaggiosi per i debitori.

valore di mercato (P) e il valore nominale del debito emesso (VN). Per bassi valori di VN , la curva segue la retta a 45 gradi, mentre quando interviene il *debt overhang*, l'inclinazione del raggio dall'origine, lungo tale curva, diventa minore di uno (emerge un rischio di credito). All'ulteriore crescere del debito, la curva assume una pendenza negativa poiché al rischio di default si somma un "effetto disincentivo" (*debt overhang effect*). Come conseguenza dei due effetti, esiste un valore critico di VN oltre il quale il valore atteso del rimborso diminuisce invece di aumentare (siamo nel lato destro della curva di Laffer). In questo caso, una riduzione di debito, sia attraverso il *buyback* che sotto forma di condono di debito (*debt forgiveness o relief*), risulterebbe ottimale sia per creditori che per debitori. Poiché viene ridotta la dimensione di uno *stock* eccessivo di debito, si riducono anche le inefficienze che da esso dipendono.

2.2.1 Asimmetria informativa

Acharya e Diwan (1993) intervengono nel "dibattito" sul riacquisto ipotizzando sia l'esistenza di asimmetria informativa tra debitori e creditori che un alto indebitamento.¹⁷ Acharya e Diwan dimostrano come paesi molto indebitati potrebbero avere degli incentivi a riacquistare parte del loro debito in prospettiva di una sua congrua riduzione. A loro volta i creditori, condonando una parte di debito, potrebbero incentivare i debitori ad investire di più e a diventare, in questo modo, più solvibili. I creditori vorrebbero, però, anche poter concedere la riduzione di debito esclusivamente a debitori "collaborativi" (che cioè la sfruttino per aumentare gli investimenti), mentre, in presenza di asimmetria informativa, questi ultimi non possono essere facilmente individuati. In questo caso, dunque, la decisione di riacquistare parte del proprio debito potrebbe diventare un segnale della *volontà di investire* da parte dei debitori.

In particolare, Acharia e Diwan considerano un modello a due periodi e con due agenti: un creditore (banca) e un debitore (paese). Il paese può essere di due tipi a seconda del valore, alto o basso, che assegna al fattore di sconto soggettivo β , dove β misura anche la propensione che ha un paese ad

¹⁷Nella letteratura sul debito estero, l'ipotesi di informazione asimmetrica è abbastanza diffusa (si veda per esempio, Eaton *et al.* 1986; Diwan e Rodrik, 1992; Kletzer, 1984).

investire (ovvero a rinunciare a parte del consumo presente per aumentare, con l'investimento, quello futuro). Intuitivamente: la concessione di una riduzione di debito fa aumentare il consumo futuro di un paese (poiché viene concessa nel secondo periodo), mentre il riacquisto di debito riduce il consumo presente (poiché avviene nel primo periodo, con risorse che sono sottratte al consumo di quel periodo). Se un paese ha un valore di β sufficientemente alto, tale da rendere la valutazione dei benefici futuri (dovuti alla riduzione di debito) superiore a quella dei costi (dovuti alla diminuzione del consumo corrente), allora il paese effettuerà il riacquisto in risposta alla promessa di una riduzione di debito al tempo due.

Segnalando, tramite il riacquisto, un alto valore di β il paese starà, contemporaneamente, segnalando anche la sua maggiore disponibilità ad investire e, per questa via, ad aumentare il servizio del debito. Risulta pertanto nell'interesse dei creditori concedere le riduzioni di debito a quei paesi che hanno programmi volontari di riacquisto in atto (poiché segnalano un alto fattore sconto e volontà di investire) ma non agli altri.¹⁸

In modo analogo, Marchesi e Thomas (1999) costruiscono un modello a due periodi in cui riacquisti di debito segnalano al creditore la *produttività* di un paese. In questo modello ci sono due agenti: un creditore (la banca) e un debitore (il paese indebitato). Il paese può essere di due tipi: il tipo H che può effettuare l'investimento ottenendo un rendimento positivo ed il tipo L che non ottiene alcun rendimento dal proprio investimento. Viene ipotizzata asimmetria informativa e un alto livello dell'indebitamento per entrambi i paesi. In presenza di alto indebitamento, il tipo H potrebbe scegliere di non investire (nonostante sarebbe più efficiente farlo) perché almeno una parte dei proventi dell'investimento andrebbero a ripagare il debito. In questo caso la banca sarebbe disposta a concedere una riduzione di debito, affinché il paese investa e la ripaghi, ma anche il tipo L, che comunque non investirebbe, potrebbe beneficiare (sotto certe ipotesi) di tale riduzione.

Il problema della banca è quello di "recuperare" la maggior parte del suo credito: deve pertanto riuscire ad identificare il paese di tipo H per incentivarlo a investire. Questo problema può essere risolto se il paese ha risorse sufficienti per effettuare un riacquisto, nel periodo uno, al fine di

¹⁸ Acharya e Diwan mostrano che le conclusioni del loro modello hanno anche un riscontro empirico.

ottenere una riduzione, nel periodo due. Il meccanismo di *screening* che viene utilizzato dalla banca è il seguente: il paese indebitato riacquista una parte B del proprio debito e la banca concede una riduzione X : si dimostra che esiste un contratto ottimale (definito dalla combinazione ottimale di B e di X) che sarà accettato solo dal tipo H.¹⁹

Vorrei concludere questa Sezione con un breve accenno alle possibili implicazioni di questa letteratura riguardo al tema della remissione del debito per i paesi più poveri e altamente indebitati (*Highly Indebted Poor Countries* o *HIPCs*).²⁰ Mentre la situazione dei paesi in via di sviluppo a reddito medio-alto è infatti nel corso degli anni novanta, decisamente migliorata, altrettanto non può dirsi per quanto riguarda i cosiddetti paesi *HIPCs*.

A partire dalla seconda metà degli anni ottanta si è via via intensificata l'attenzione delle Istituzioni Finanziarie Internazionali nei confronti di questi paesi. In particolare, nel 1996 (poi aggiornata nel 1999) è stata intrapresa dal Fondo Monetario e dalla Banca Mondiale un'iniziativa specifica a loro destinata (*HIPCs Initiative*) che prevede la cancellazione del loro debito estero sino all'80% del valore nominale. Si tratta di una procedura articolata in tre fasi e condizionata all'adozione di un piano di aggiustamento deciso congiuntamente del Fondo e della Banca.

Nonostante la questione della remissione del debito abbia suscitato molto interesse ad un livello più divulgativo, sono in realtà molto pochi i lavori di natura più "scientifica" che se ne sono occupati. Da Easterly (2000) apprendiamo che, nei paesi *HIPCs*, il rapporto tra debito ed esportazioni è cresciuto in modo sostenuto negli ultimi venti anni (nonostante le diverse iniziative di debt relief) e che, in media, le misure di politica economica intraprese sono state peggiori di quelle condotte dagli altri PVS (senza che i primi abbiano subito shock avversi in misura maggiore degli altri).

Cohen (2001) è alquanto critico riguardo alla *HIPCs Initiative*. Secondo l'autore in tale iniziativa mancherebbe del tutto (al contrario del piano Brady) un legame tra la quantità nominale di debito in circolazione e il suo valore di mercato (un valore che tenga conto cioè della effettiva probabilità

¹⁹In presenza di un vincolo di liquidità, un meccanismo alternativo di *screening* può essere rappresentato dall'adesione ad un programma del Fondo Monetario (Marchesi e Thomas, 1999).

²⁰La Tabella 3 contiene un elenco di questi paesi.

che il debito venga onorato).²¹ La sua proposta è pertanto quella di distinguere tra riduzioni reali e nominali, allo scopo di non definire aiuto ciò che in realtà corrisponde ad una semplice “operazione contabile”. Cohen suggerisce, infatti, di dividere l’Iniziativa in due parti: una prima componente dovrebbe valutare quella parte di debito che non verrà mai ripagato, circa il 90% del totale, e contabilizzarne la relativa perdita. La seconda parte del piano dovrebbe garantire invece un flusso di aiuti tramite la *Official Development Assistance (ODA)*. Inoltre, se al debito esistente fosse effettivamente assegnato un prezzo che ne riflettesse il valore reale (frutto di un accordo tra le parti coinvolte), questi paesi potrebbero decidere di riacquistare un’ulteriore quantità del loro debito andando così “oltre i limiti” dello schema attuale. Per chi lo volesse, questo potrebbe essere il modo di risolvere il problema in modo definitivo.

Un’ultima osservazione riguarda la possibilità che anche i paesi *HIPCs* assegnino dei valori diversi al tasso di sconto intertemporale soggettivo (a seconda della maggiore/minore disponibilità a risanare le loro economie) e che l’informazione sia asimmetrica.²² In particolare, se il valore del tasso di sconto rimanesse inalterato (prima e dopo la cancellazione), il paese continuerebbe a spendere e ad accumulare nuovo debito visto che se le sue “preferenze” non sono cambiate.²³ Pertanto, la scelta che un paese indebitato fa su come utilizzare gli aiuti (per esempio per il riacquisto) potrebbe, nuovamente, segnalare il suo tipo e stimolare così i creditori a concedere ulteriori riduzioni.

3 Debito interno

A differenza della letteratura sul debito internazionale, dove i riacquisti sono stati analizzati per esteso, la letteratura sul debito interno ha praticamente trascurato i riacquisti, con qualche eccezione. Nel novembre del 1996 la

²¹O, per converso, che tenga conto del rischio di *default*, di *arrears* o di *reschedulings*.

²²Easterly (2000), ad esempio, sostiene che alcuni paesi *HIPCs* potrebbero essere caratterizzati da un tasso di sconto troppo alto (governi con programmi di spesa sconsiderati, corruzione e instabilità politica diffuse).

²³A questi propositi, Alesina e Weder (2001), sostengono che non esiste alcuna evidenza empirica a sostegno della (ragionevole) ipotesi che siano i paesi meno corrotti a ricevere più aiuti o condoni di debito.

Banca d'Italia e il Tesoro hanno congiuntamente preparato e distribuito un questionario a 24 paesi appartenenti all'OCSE (di questi hanno risposto in 19) per indagare sulla diffusione di questo tipo di intervento. Questa Sezione descrive l'evidenza istituzionale sul riacquisto di debito interno, così come emerge dalle risposte al questionario (una sintesi dell'intervista è riportata nelle Tabelle 4-7, in Appendice).

Dall'inizio degli anni novanta, alcuni paesi OCSE (come Belgio, Olanda, Danimarca, Italia e Regno Unito) hanno iniziato a riacquistare parte del loro debito e alcuni di loro, sin da allora, hanno stabilito dei programmi regolari di riacquisto. Un programma di riacquisto in anticipo sulla scadenza (*programme of repurchase in advance of maturity of outstanding securities*, o *RAMS*) ha sino ad ora compreso sia "semplice" riacquisto (*buyback or early redemption*) che concambio (*debt switches or exchange*). Da questa indagine apprendiamo che, prima del 1990, queste operazioni esse erano una rarità: solo la Svezia e il Regno Unito le avevano effettuate. Dal 1990 in poi molti paesi OCSE cominciarono ad acquisire esperienza nell'uso di questi strumenti e alcuni di loro iniziarono proprio in quegli anni a riacquistare regolarmente parte del loro debito. In particolare, nel 1999 e nel 2000, l'attività di riacquisto è stata molto significativa (si veda la Tabella 8, in Appendice).

Il riacquisto e il concambio sono gli *strumenti* più utilizzati (Tabella 6). Le operazioni di concambio sono state le più usate poiché consentono un rifinanziamento nel momento stesso dell'emissione dei nuovi titoli. In effetti il loro scopo non è quello di ridurre lo stock di debito, bensì quello di aumentare il volume delle operazioni migliorando le caratteristiche di liquidità e scadenza dei titoli in circolazione. I riacquisti possono avvenire sia nel mercato primario, con un meccanismo di asta "rovesciata" (*reverse auction*) che in quello secondario (con un diretto intervento degli operatori). Le aste sono competitive e viene fatto un annuncio preventivo del tipo di titolo che sarà riacquistato. Le offerte degli operatori vengono fatte a partire da un prezzo minimo generalmente stabilito dal Tesoro (a volte dalla Banca Centrale).

In Italia i riacquisti possono essere effettuati sia tramite asta riservata agli specialisti in titoli di Stato sia tramite mandato conferito dalla Banca d'Italia a specialisti per i titoli emessi sul mercato secondario. In generale, sino al 1999, si è privilegiata l'asta, mentre, nel 2000, si è fatto ampio ricorso

al mandato. Quando si deve ritirare un quantitativo rilevante in un'unica soluzione e i titoli sono sufficientemente liquidi, il Tesoro sceglie di ricorrere ad un'asta, poiché i titoli sono facilmente reperibili sul mercato, vi è la massima trasparenza e servono minori risorse (tuttavia il numero dei titoli deve essere ridotto e c'è sempre il rischio di un aumento dei prezzi). Quando invece si vogliono ritirare titoli meno liquidi, e in gran numero, il Tesoro preferisce avvalersi di operatori qualificati perché in questo modo si evitano ripercussioni sui prezzi del secondario e si può definire meglio il prezzo di acquisto. In quest'ultimo caso, però, l'impegno delle risorse è maggiore e diventa cruciale la scelta degli intermediari (Cannata, 2001).

Con la sola eccezione di Olanda e Nuova Zelanda (dove queste operazioni sono aperte a tutti i tipi di investitori) in genere le operazioni di riacquisto avvengono per mezzo di intermediari. Molti di loro sono agenti specializzati come i *primary dealers* o specialisti nel trattare i titoli di Stato (quando ci sono). Altrimenti, questo tipo di operazioni sono coordinate dal Tesoro in collaborazione con la Banca Centrale.²⁴

Le informazioni riguardo ai riacquisti (entità della cifra, tipologia di titoli coinvolti e data dell'operazione) vengono trasmesse al mercato attraverso dei canali appositi. Ogni operatore dovrebbe essere in grado di conoscere le opportunità che il Tesoro fornisce al mercato, tuttavia né in Australia (dove le operazioni sono condotte solo dalla Banca Centrale) né in Irlanda (dove un comunicato stampa viene trasmesso a operazioni concluse) viene trasmessa alcuna informazione.

Infine, quattro tipi di *risorse* finanziarie sono stati principalmente usati (si veda la Tabella 7). Generalmente la maggioranza dei paesi OCSE usa, per il riacquisto, fondi risultanti dall'emissione di nuovi titoli. Poi, ci sono i canali di credito della Banca Centrale (come l'accesso ai "conti" del Tesoro presso la Banca Centrale).²⁵ Vengono anche utilizzati gli avanzi di bilancio (come in Austria) e, infine, dei Fondi speciali (detti di ammortamento) che in Italia e in Francia sono stati creati con i proventi delle privatizzazioni.²⁶

²⁴Nel Regno Unito, dal 1997 in poi, la responsabilità di gestire il debito è stata trasferita ad un'agenzia specializzata (*UK Debt Management Office*). In questa direzione sono andati, più recentemente, anche Francia e Germania che, nel 2000, hanno annunciato di voler affidare la gestione del debito ad un'agenzia specializzata (Piga, 2001).

²⁵Li possono utilizzare in Australia, Norvegia e Nuova Zelanda.

²⁶In particolare, in Italia i proventi delle privatizzazioni devono essere utilizzati esclusi-

Il governo italiano ha compiuto operazioni di riacquisto di debito pubblico grazie al Fondo di ammortamento dei titoli di Stato, creato alla fine del 1993 con i proventi delle dismissioni patrimoniali dello Stato (legge n.432 del 27/10/1993).²⁷ Il Fondo Ammortamento costituisce il canale privilegiato per il ritiro (e l'annullamento) dei titoli di Stato. Tuttavia, dal 1999, è stato attivato l'altro canale previsto dalla normativa vigente per la riduzione del debito (legge 237/1993), e cioè la facoltà del Ministro del Tesoro di intervenire direttamente sul mercato per rimborsare anticipatamente i titoli emessi. Questo sia ai fini della ristrutturazione del debito che con l'obiettivo di ridurlo. Si tratta di operazioni cosiddette "extra-Fondo."

Infine, negli Stati Uniti (*Financial Times*, Agosto 1999 e Marzo 2000), l'amministrazione Clinton aveva dichiarato le sue intenzioni a spendere l'avanzo di bilancio programmato nei successivi 10 anni (dal valore di circa 3000 miliardi di dollari) per riacquistare 1700 miliardi di dollari di debito pubblico, in valore nominale. In particolare, i Democratici presentarono questo piano come alternativo rispetto alla proposta di consistenti riduzioni di tasse, presentata dai Repubblicani. Sostenevano che i benefici di una ridotta spesa per interessi (conseguenza di un debito minore) sarebbero stati equivalenti ai benefici derivanti dalle ridotte tasse. Nel 2000, gli USA hanno effettivamente annunciato e realizzato un programma di *reverse auction* molto rilevante, ritirando dal mercato titoli a lunga scadenza (da 10 a 27 anni di vita residua).²⁸

3.1 Obiettivi

La Tabella 5, in Appendice, contiene le risposte dei paesi OCSE che sono stati intervistati riguardo agli scopi del riacquisto di debito interno. Tra

vamente a tale scopo.

²⁷Le fonti di alimentazione del Fondo, previste dalla legge 432, sono: i proventi delle privatizzazioni; i proventi delle vendite di beni del patrimonio immobiliare dello Stato; i dividendi dovuti allo Stato da S.p.A. costituite in seguito alla trasformazione di Enti pubblici; gli utili che gli Enti pubblici sono tenuti a versare al Tesoro; il gettito derivante da entrate straordinarie dello Stato nei limiti stabiliti dai rispettivi provvedimenti legislativi; le eventuali assegnazioni da parte del Tesoro; i proventi di donazioni o disposizioni testamentarie e i proventi derivanti dalla vendita di proprietà mobiliari o immobiliari confiscate dall'Autorità giudiziaria.

²⁸Il Tesoro USA comunica quanto intende raccogliere in ogni operazione e l'asta si svolge su un gran numero di titoli (in media una decina). Nel 2001 è stata introdotta una nuova modalità di riacquisto, via Internet, che prevede la ricezione delle offerte direttamente dall'investitore finale, cui viene corrisposto il prezzo di mercato (Cannata, 2001).

gli obiettivi più frequentemente dichiarati ci sarebbero: una diminuzione del debito, una struttura più omogenea delle scadenze, una diminuzione dei costi del servizio del debito e, infine, l'eliminazione dei titoli con scarsa liquidità. Le principali motivazioni dei riacquisti (e dei concambi) di debito pubblico riguardano pertanto la riduzione dei rischi e dei costi dell'indebitamento.²⁹

Per quanto riguarda il rischio, quello che si considera è il rischio di rifinanziamento (dovuto, ad esempio, ad un aumento imprevisto dei tassi o ad una concentrazione troppo elevata dei titoli in scadenza). Il riacquisto (e il concambio) consentirebbero alle autorità che gestiscono il debito di intervenire "strategicamente" sul mercato livellando il profilo delle scadenze al fine di renderlo più omogeneo e di prevenire future tensioni sul mercato (*smooth repayment*). Ciò consentirebbe una migliore gestione del flusso di cassa e una riduzione dell'impatto dell'andamento dei tassi di interesse sul debito.

Il riacquisto e il concambio di debito permettono poi di ridurre i costi dell'indebitamento per tre ragioni. In primo luogo perchè la quantità di debito viene ridotta (nel riacquisto). In secondo luogo, il concambio è uno strumento per far aumentare il grado di *liquidità* dei titoli in circolazione. Esso consente infatti di emettere titoli cosiddetti "fungibili", cioè con caratteristiche simili (per rendimento e scadenza) a quelle dei titoli già emessi, riacquistando contemporaneamente titoli che presentano caratteristiche diverse (ad esempio vecchie emissioni). Titoli tra loro più omogenei, cioè con caratteristiche *standard*, vengono scambiati con maggiore facilità nel mercato e diventano così degli strumenti di debito meno costosi per lo Stato.³⁰ Inoltre, avere titoli più liquidi comporta anche rendere i mercati più spessi (cioè caratterizzati da un volume elevato di scambi) e quindi più efficienti.

Il concambio potrebbe anche essere utilizzato, inoltre, in modo *opportunistico*. Secondo Coe *et al.* (2000), le autorità cui è affidata la gestione del debito potrebbero essere in grado di agire strategicamente: individuando i titoli più costosi sul mercato, riacquistandoli ed emettendo in cambio titoli meno costosi (ad esempio a breve termine). In particolare, questi autori

²⁹A questo proposito Cannata (2001) distingue i "grandi emittenti," che privilegiano l'obiettivo di ridurre il debito (USA, Francia, Italia), dai "piccoli emittenti," che puntano soprattutto a potenziare la liquidità dei loro mercati.

³⁰Nei paesi OCSE c'è una chiara tendenza verso un aumento del grado di "standardizzazione" dei titoli scambiati (Missale, 1999).

dimostrano come sia possibile prevedere il differenziale tra i rendimenti dei titoli a lungo e medio termine rispetto a quelli a breve. In altre parole, sarebbe possibile prevedere il premio per il rischio propriamente detto e, in questo modo, “ordinare” i titoli a seconda del loro costo atteso e sostituire quelli più costosi con quelli meno costosi riacquistando i primi ed emettendo i secondi.³¹

D'altra parte, Coe *et al.* riconoscono come il perseguire esclusivamente l'obiettivo di ridurre i costi impliciti che la composizione per scadenza del portafoglio titoli sia soggetta a frequenti e ampie variazioni. Questa grande variabilità può sia compromettere il normale funzionamento dei mercati (cioè la loro liquidità) che provocare delle distorsioni nei prezzi. Inoltre, se è vero che queste operazioni consentono una riduzione nei costi è altrettanto vero che ciò avviene al prezzo di un'assunzione di rischio da parte del Tesoro (infatti vengono riacquistati proprio quei titoli cui corrisponde un premio per il rischio più alto).

Vediamo pertanto come considerazioni di rischio rappresentino un *trade off* rispetto all'esigenza di minimizzare i costi. Infine, affinché i costi si riducano, bisogna ipotizzare (come fanno gli autori) che i prezzi non varino durante l'operazione di concambio. In realtà, questa seconda ipotesi non sembra molto plausibile. Ad esempio, gli investitori potrebbero sentirsi come “imbrogliati” e quindi richiedere “un premio” su tutti i titoli, indipendentemente dalla loro scadenza (ipotizzando che le Autorità dispongano di maggiore informazione); nè trova conferma nella letteratura sui riacquisti di debito estero (Bulow and Rogoff, 1988 e 1991).³²

3.1.1 Asimmetria informativa

Il terzo motivo per cui il concambio consentirebbe di ridurre i costi dell'indebitamento dipende dalla possibilità che esista *asimmetria d'informazione* (tra governo e settore privato) riguardo all'andamento futuro della politica

³¹Ad esempio, essi mostrano come la quota di portafoglio dei titoli a lungo termine sia drasticamente diminuita (in Inghilterra) prima del 1991 e che questa riduzione ha, molto probabilmente, riflettuto i maggiori costi attesi dei titoli a lungo termine.

³²In realtà, come sostiene Giovannini (1997), non è affatto scontato ritenere che le Autorità che gestiscono il debito dispongano di maggiori informazioni, rispetto agli operatori di mercato (*market makers*), riguardo all'andamento futuro dei mercati finanziari.

economica. Per esempio, la fase iniziale di una manovra di risanamento può essere caratterizzata da incertezza. Quando il governo ha maggiori informazioni del settore privato, in generale non è opportuno che le sfrutti in modo opportunistico, ma se si tratta di segnalare la solvibilità dei piani di rientro diventa invece un’iniziativa positiva.³³

Più in generale, Missale (1999) sostiene che la gestione del debito pubblico comporta raggiungere un compromesso tra i due diversi obiettivi di minimizzare i costi e i rischi dell’indebitamento. In particolare, l’obiettivo di ridurre i costi dovrebbe essere perseguito solo quando i tassi di interesse sul debito sono “ingiustificati,” ovvero incorporano un premio per il rischio che potrebbe risultare o da problemi di credibilità del governo o da imperfezioni nel mercato.³⁴ Nel primo caso, le Autorità dovrebbero riuscire a segnalare, in modo convincente, le loro reali intenzioni.³⁵ Per quanto riguarda le imperfezioni di mercato, il costo degli interessi dovrebbe essere ridotto sostenendo la trasparenza e la prevedibilità della politica di emissione, aumentando la liquidità e l’efficienza del mercato secondario.³⁶

L’ipotesi che, all’inizio di un programma di stabilizzazione, gli investitori non abbiano sufficiente fiducia nel programma e che i tassi di interesse risultino quindi troppo elevati sembra ragionevole.³⁷ Missale *et al.* (2000) hanno esaminato 72 episodi di stabilizzazione fiscale (avvenuti in paesi OCSE tra 1975 e il 1998) e, per ogni episodio, hanno analizzato la strategia di emissione dei governi durante i primi due anni dei loro piani di rientro. I loro risultati ci suggeriscono che i governi preferiscono, in genere, emettere titoli a lungo termine piuttosto che a breve. Tuttavia, se i tassi a lungo termine fos-

³³In particolare, l’ipotesi che vi sia asimmetria informativa tra settore pubblico e privato viene fatta frequentemente in questa letteratura, si veda tra gli altri: Rodrik (1989), Drazen e Masson (1994), Missale *et al.* (2000), Drudi e Prati (2000).

³⁴Si parla, invece, di premi per rischio “corretti” quando essi sono richiesti da investitori avversi al rischio, che non commettono errori sistematici, sono pienamente informati riguardo la probabilità di eventi futuri e fiduciosi che le politiche fiscali e monetarie vengano effettivamente realizzate.

³⁵Per un’opinione alternativa su questo punto si veda Giovannini (1997).

³⁶Come abbiamo visto (nella Sezione 3.1) riacquisti e concambi possono rappresentare strumenti utili anche in questa direzione.

³⁷I tassi potrebbero incorporare un premio per rischio. Questo rifletterebbe le attese che l’eventuale fallimento del programma possa comportare una maggiore inflazione, nuove tasse o addirittura un *default* di debito (Calvo, 1988; Alesina Prati e Tabellini, 1990). Da notare che, per *default* di debito, intendiamo qui tutto ciò che renderebbe problematico il pagamento del debito: ripudiarlo, ristrutturarlo o imporre una tassa sul capitale *un tantum*.

sero troppo alti (in relazione alle loro attese), essi sceglierebbero di indebitarsi a breve allo scopo di minimizzare i costi. Il vantaggio di emettere titoli a breve termine (per quei governi seriamente impegnati nelle riforme) dipenderebbe dal concedere al settore privato la possibilità di verificare l'attendibilità di quanto annunciato e dal beneficiare della credibilità, così acquisita, in termini di ridotti tassi di interesse.³⁸

In un contesto analogo, l'idea di Marchesi (2002) è che anche il concambio diventi un segnale della maggiore serietà dei programmi di stabilizzazione annunciati dalle Autorità e che quindi consenta di eliminare premi per il rischio che si ritengono "ingiustificati."³⁹ Più concretamente, Marchesi ipotizza che un programma di "stabilizzazione" (di riduzione di spesa, nel modello) sia annunciato dal governo in un contesto di asimmetria informativa tra il governo e il settore privato. Il governo può essere di due tipi: un tipo risoluto (*wet*) ed un tipo arrendevole (*dry*), a seconda dei tagli di spesa che intende compiere (minori per il primo tipo e maggiori per l'altro). Gli investitori privati potrebbero non avere fiducia nell'annuncio del programma e i tassi di interesse risulterebbero troppo alti. Il modello è a due periodi. All'inizio del periodo uno, il governo si ritrova con una certa quantità di debito D , che ha ereditato dal periodo precedente e che scadrà solo alla fine del periodo due. Il governo annuncia una manovra di stabilizzazione (cioè un certo livello di spesa) ma c'è incertezza presso il pubblico riguardo alle reali intenzioni (tipo) delle autorità. L'asimmetria informativa viene risolta solo all'inizio del secondo periodo, quando la quantità di spesa (cioè l'entità della manovra) viene osservata.

Il governo ha due alternative a disposizione: o lascia le cose come stanno oppure riacquista il debito "a lungo termine" per emettere, al suo posto, debito a breve sul quale, nel periodo due (se è risoluto), pagherà un tasso di interesse più basso. Inoltre, se all'inizio del periodo uno ci fosse nuovo debito da emettere, il tipo risoluto, segnalandosi con il concambio, potrebbe risparmiare anche sul premio per il rischio (e quindi sulla spesa per interessi) del periodo uno. L'idea è che il tipo risoluto ha incentivi a riacquistare una maggiore quantità di debito poiché può guadagnare dalla segnalazione

³⁸Anche Campbell (1995) mette in evidenza i possibili vantaggi, per il governo, dall'emettere titoli a breve termine.

³⁹Il riacquisto *tout court* potrebbe ugualmente diventare un segnale di maggiore credibilità da parte delle Autorità.

(tramite il concambio) in entrambi i periodi. Il tipo arrendevole, invece, ha vantaggi dal concambio solo nel periodo uno, mentre ha tutto da perdere dall'aumento di informazione che avviene all'inizio del periodo due (quando l'asimmetria informativa viene eliminata e il tipo *wet* viene riconosciuto). Si dimostra, pertanto, che esiste una quantità critica di concambio che consente di separare i due tipi.

Anche in Missale *et al.*, (2000) una scelta opportuna delle scadenze sulle nuove emissioni può avere la stessa funzione di segnalazione. Il vantaggio specifico del concambio è quello di consentire al governo di “ritornare sui suoi passi” e di “aggiustare” le caratteristiche dei titoli che sono già stati emessi a seconda delle mutate esigenze di mercato. A questo proposito, anche le operazioni di *swaps* rappresentano un modo alternativo di variare, *ex post*, le caratteristiche dei titoli in circolazione (per esempio la loro denominazione o la loro scadenza). Gli *swaps* sono tuttavia contratti che non passano attraverso il mercato, pertanto si tratterebbe di operazioni caratterizzate da scarsa trasparenza (diversamente dai *buybacks*) (Piga, 2001).

In Marchesi (2002) mostra anche dell'evidenza empirica a sostegno dell'ipotesi che il *buyback* possa essere considerato come in segnale positivo da parte degli investitori privati (coerentemente con il modello teorico). Nell'indagine empirica non si distingue tra riacquisito e concambio. Viene pertanto esaminato solo se le Autorità intervengono nel mercato per riacquistare alcuni tipi di titoli, a prescindere dal fatto che ne abbiano contestualmente emessi anche degli altri.

In particolare, vengono analizzate sia le serie dei prezzi dei titoli di Stato (BTP e CCT riacquistati nel il periodo ottobre 1995 - dicembre 1997) che le serie dei differenziali di rendimento tra il titolo *benchmark* a 10 anni italiano e quello tedesco, allo scopo di individuare la presenza di *break* strutturali in corrispondenza della date in cui sono avvenute le operazioni di riacquisto.⁴⁰ In base ai risultati ottenuti, l'impatto iniziale del riacquisto è quello di fare aumentare il prezzo dei titoli riacquistati e di fare diminuire il differenziale di rendimento rispetto al *benchmark* tedesco.⁴¹ Entrambe queste variazioni

⁴⁰La procedura è quella suggerita da Perron (1989) che consente di controllare simultaneamente sia la presenza di radici unitarie che di *break* strutturali.

⁴¹La durata media dell'impatto del riacquisto sull'andamento dei prezzi è di circa 50 giorni, mentre l'impatto sul differenziale di rendimento è, in media, di 28 mesi.

si possono interpretare in modo coerente con la teoria, cioè si può attribuire un significato di “segnale positivo” all’operazione.

Infine, Canziani *et. al.* (1994) dimostrano come un modo per ridurre i costi dell’indebitamento (nell’ipotesi in cui un governo abbia problemi di credibilità con il settore privato) potrebbe essere proprio quello di “affiancare” al debito esistente un Fondo di ammortamento. Il contesto è quello in cui, da un lato, viene annunciata una politica di risanamento in presenza di asimmetria informativa tra governo e settore privato e, dall’altro, il settore privato ha aspettative pessimistiche rispetto alla reale esecuzione di questa politica. L’idea allora è quella di rendere i titoli di Stato già emessi *senior* rispetto alle nuove emissioni (il rimborso di questi titoli sarebbe cioè garantito dalla presenza del Fondo mentre le nuove emissioni non lo sarebbero) in modo tale da risparmiare sul premio per il rischio sul rinnovo dei titoli che sono stati resi *senior*.⁴² Inoltre, questo tipo di iniziativa fornirebbe al governo i giusti incentivi affinché questo poi effettui realmente la politica di risanamento come annunciato.⁴³

4 Conclusioni

Negli ultimi quindici anni molti tra i paesi indebitati in via di sviluppo hanno riacquistato parte del loro debito estero nel mercato secondario. Lo stesso hanno fatto alcuni paesi OCSE riacquistando parte del loro debito interno. Il riacquisto può essere accompagnato sia dalla successiva eliminazione dei titoli riacquistati che dalla contemporanea emissione di nuovi titoli con caratteristiche migliori in termini di scadenza, liquidità e andamento dei rendimenti (concambio).

Nel caso del debito internazionale lo scopo dei riacquisti è stato soprattutto quello di minimizzare i costi dovuti ad un indebitamento eccessivo e, nei casi più gravi, di evitare o almeno contenere le conseguenze drammatiche di un *default* di debito.

⁴²Nel caso opposto (in cui cioè le aspettative del settore privato fossero troppo ottimistiche) le conclusioni sarebbero rovesciate.

⁴³Infatti, eventuali nuove emissioni di titoli (a fronte di un fallimento nella politica di stabilizzazione) non sarebbero garantite dal Fondo di Ammortamento, risulterebbero più rischiose e quindi più onerose per lo Stato.

In particolare, in questa letteratura, nonostante si concordi che all'annuncio di un *buyback* segua un aumento di prezzo (Bulow e Rogoff, 1988 e 1991), questo aumento o non è considerato drammatico (Williamson, 1988) oppure viene messo in evidenza come esso sia compensato da altri vantaggi. Ad esempio: la riduzione degli effetti di disincentivo dovuti ad un indebitamento eccessivo Krugman (1988, 1989), il contenimento dei costi di un *default* (Dornbusch, 1988; Thomas, 1996), oppure la diminuzione dei costi legati alla ricontrattazione tra creditori e debitori (Rotenberg, 1991). Infine, ipotizzando asimmetria informativa tra creditori e debitori, Acharya e Diwan (1993) e Marchesi e Thomas (1999) vedono nel *buyback* un segnale che contraddistinguerebbe i debitori che sono maggiormente disposti ad investire e a ripianare, per questa via, i propri debiti.

Le motivazioni dei riacquisti (e dei concambi) di debito interno dipendono sostanzialmente dall'esigenza di ridurre sia i rischi che i costi dell'indebitamento. Il rischio di cui si tiene conto è quello di rifinanziamento: sia il riacquisto che il concambio consentono infatti ad un governo di intervenire sul mercato e di alterare la composizione dei titoli in circolazione per ottenere una struttura più omogenea delle scadenze.

Riacquisti e concambi consentirebbero, poi, di ridurre i costi soprattutto per tre motivi. In primo luogo, perchè (nel riacquisto *tout court*) il debito viene ridotto. Secondariamente, essi consentono di migliorare la liquidità e l'efficienza del mercato poiché rappresentano degli strumenti per incidere sulle caratteristiche dei titoli che vi vengono scambiati e per aumentare il volume delle operazioni che vi si svolgono (concambio). Infine, in presenza di asimmetria informativa tra governo e settore privato, il concambio può diventare un segnale di maggiore credibilità di un governo e consentire così di ridurre i costi dell'indebitamento. Infatti, a titoli emessi da un governo più "credibile" sono associati premi per il rischio minori.

Osserviamo, infine, come lo stesso obiettivo di minimizzare i costi dell'indebitamento sia stato realizzato in modo diverso nei paesi in via di sviluppo e nei paesi OCSE. Per questi ultimi sembra dominare, infatti, l'obiettivo di migliorare l'efficienza dei mercati, poiché né si hanno gli effetti di disincentivo agli investimenti provocati da un'eccessiva emissione di debito (per lo meno non in quella misura) né il rischio di *default* è altrettanto preoccupante (anche

se non del tutto trascurabile, si veda Alesina *et. al.*, 1992). Maggiori analogie si trovano nel caso di asimmetrie informative tra debitori e creditori.

References

- [1] Acharya, S. e Diwan, I. (1993) “*Debt Buybacks Signal Sovereign Countries Creditworthiness: Theory and Tests.*” International Economic Review, Vol. 34, p. 795-817.
- [2] Alesina A., Prati A. e G. Tabellini (1990) “*Public Confidence and Debt Management: a Model and a Case Study of Italy.*” In R. Dornbusch e M. Draghi, ed., “Public Debt Management: Theory and History.” Cambridge University Press.
- [3] Alesina A., De Broeck M., Prati A. e G. Tabellini (1992) “*Default risk on government debt in OECD countries.*” Economic Policy, Vol. 15, p. 428-463.
- [4] Alesina A. e B. Weder (2001) “*Do corrupt government receive less foreign aid.*” American Economic Review, forthcoming.
- [5] Bulow J. e Rogoff K (1988) “*The Buyback Boondoggle*” Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 2, p. 675-699.
- [6] Bulow J. e Rogoff K. (1989a) “*A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt.*” Journal of Political Economy, Vol. 97, p. 155-179.
- [7] Bulow J. e Rogoff K. (1989b) “*Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?*” The American Economic Review, Vol. 79, p. 43-50.
- [8] Bulow J. e Rogoff K (1991) “*Sovereign Debt Repurchases: no cure for overhang.*” Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, p. 1219-1235.
- [9] Calvo G. (1988) “*Servicing the Public Debt: The Role of Expectations.*” American Economic Review, Vol. 78, p. 647-661.
- [10] Campbell J.Y. (1995) “*Some Lessons from the Yield Curve.*” Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, p. 129-152.
- [11] Canziani P., Giavazzi F., Manasse P. e G. Tabellini (1994) “*Fiscal Rules for Debt Sustainability: History and Institutions.*” Conti,-V.; Hamaui,-R.; Scobie,-H.-M., ed. Bond markets, treasury and debt management: The Italian case. London; New York and Melbourne: Chapman and Hall in collaborazione con il European Economics and Financial Centre, p. 85-110.
- [12] Cannata M. (2001) “*Politica del Tesoro nel riacquisto del debito pubblico.*” Ministero del Tesoro. Mimeo.
- [13] Claessens S. (1990) “*The Debt Relief Laffer Curve: Some Estimates.*” World Development, Vol. 18, p. 1671-1677.

- [14] Claessens S. e Diwan I. (1994) “*Recent Experience with Commercial Bank Debt Reduction: Has the ‘Menu’ Outdone the Market?*” World Development, Vol. 22, p. 201-213.
- [15] Cline W.R. (1995) “*International debt reexamined.*” Institute for International Economic, Washington, DC.
- [16] Coe P., Pesaran M.H. e S.V. Vahey (2000) “*The Cost Efficiency of UK Debt Management: A Recursive Modelling Approach.*” University of Cambridge, mimeo.
- [17] Cohen D. (1993) “*Low Investment and Large LDC Debt in the 1980s.*” American Economic Review, Vol 83, p. 437-449.
- [18] Cohen D. e Verdier T. (1995) “*Secret Buybacks of LDC Debt.*” International Economic Review, Vol. 39, p. 317-334.
- [19] Cohen D. (2001) “*The HIPC Initiative: true and false promises.*” CEPR Discussion Paper Series n. 2632.
- [20] Deshpande A. (1997) “*The debt overhang and the disincentive to invest.*” Journal of Development Economics, Vol. 52, p. 169-187.
- [21] Diwan I. e Rodrik D (1992) “*External Debt, Adjustment, and Burden Sharing: A Unified Framework.*” Princeton Studies in International Finance n. 73.
- [22] Dornbush R. (1988) “*Comments and Discussion on: The Buyback Boon-doggle.*” Brookings Papers on Economic Activity, Vol 2, p. 699-704.
- [23] Dornbusch R. (1991) “*Credibility and Stabilisations.*” Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, p. 836-850.
- [24] Drazen (1998) “*Towards a Political Economy Theory of Domestic Debt,*” in G. Calvo e M. King (ed), “*The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy.*” London, Macmillan.
- [25] Drazen A. e P.R. Masson (1994) “*Credibility of policies versus credibility of policymakers.*” Quarterly Journal of Economics, Vol. 109, No. 3, p. 735-754.
- [26] Drudi F. e A. Prati (2000) “*Signaling Fiscal Regime Sustainability.*” European Economic Review, Vol. 44, p. 1897-1930.
- [27] Eaton J. (1990) “*Debt Relief and the International Enforcement of Loan Contracts.*” Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, p. 43-56.
- [28] Eaton J. e Fernandez R. (1995) “*Sovereign Debt.*” Handbook of International Economics, North Holland.
- [29] Eaton J. e M. Gersovitz (1981) “*Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis*” Review of Economic Studies, Vol. 48, p. 289-309.
- [30] Eaton, J., Gersovitz, M. e Stiglitz J.E. (1986) “*The pure theory of country risk.*” European Economic Review, Vol. 30, p. 481-513.

- [31] Easterly W. (2000) “*How did highly indebted poor countries become highly indebted? Reviewing two decades of debt relief.*” World Bank, Development Research Group, mimeo.
- [32] Eichengreen B. (1987) “*The U.S. Capital Market and Foreign Lending, 1920-1955.*” In Sachs J. (ed.) (1989) “*Developing Country Debt and Economic Performance,*” The International Financial System, Vol. 1. The University of Chicago Press.
- [33] Fernandez R. e R.W. Rosenthal (1990) “*Strategic Models of Sovereign-Debt Renegotiation.*” Review of Economic Studies, Vol. 57, p. 331-349.
- [34] Froot K.A. (1989) “*Buybacks, Exit Bonds, and the Optimality of Debt and Liquidity Relief.*” International Economic Review, Vol. 30, p. 49-70.
- [35] Giovannini A. (1997) “*Government Debt Management.*” Oxford Review of Economic Policy, Vol. 13, p. 43-52.
- [36] Kenen P.B. (1990) “*Organizing Debt Relief: The Need for a New Institution.*” Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, p. 7-18.
- [37] Kletzer K.M. (1984) “*Asymmetries of Information and LDC Borrowing with Sovereign Risk*” The Economic Journal, Vol. 94, p. 287-307.
- [38] Krugman, P. (1988) “*Financing vs. forgiving a debt overhang.*” Journal of Development Economics, Vol. 29, p. 253-268.
- [39] Krugman P. (1989) “*Market-Based Debt Reduction Schemes.*” In Frenkel J.A., Dooley M.P. e Wickham P., ed, “*Analytical Issues in Debt*”, Washington D.C.: International Monetary Fund.
- [40] Lindert P. e P. Morton (1987) “*How Sovereign Debt has Worked.*” In Sachs J. (ed.) (1989) “*Developing Country Debt and Economic Performance,*” The International Financial System, Vol. 1. The University of Chicago Press.
- [41] London Economics (1996) “*Costs and Benefits Associated with Commercial Debt Buyback Operations in Sub-Saharan Africa.*” Draft Final Report. Submitted to ODA. Vol. I: Overview.
- [42] Marchesi S. (2002) “*Buybacks of domestic debt in public debt management.*” Working Paper dell’Università di Siena n. 347.
- [43] Marchesi S. e J.P. Thomas (1999) “*IMF conditionality as a screening device.*” Economic Journal, Vol. 109, p. 111-125.
- [44] Missale A. (1999) “*Public Debt Management.*” Oxford University Press.
- [45] Missale A., Giavazzi F. e P. Benigno (2000) “*Managing the Public Debt in Fiscal Stabilisation: the Evidence.*” CEPR n. 2655.
- [46] Obstfeld M. e Rogoff K. (1996) “*Foundations of International Macroeconomics.*” The MIT Press.
- [47] Pattillo C., Poirson H. e L. Ricci (2002) “*External Debt and Growth.*” IMF Working Paper n. 69.

- [48] Perron P. (1989) “*The great crash, the oil price shock, and the unit root hypothesis.*” *Econometrica*, Vol. 57, p. 461-471.
- [49] Piga G. (2001) “*Do Governments Use Financial Derivatives Appropriately? Evidence from Sovereign Borrowers in Developed Economies.*” *International Finance*, Vol. 4, p. 189-219.
- [50] Rodrik D. (1989) “*Promises, promises: credible policy reform via signalling.*” *The Economic Journal*, Vol. 99, p. 756-772.
- [51] Rotemberg J.J. (1991) “*Sovereign debt buybacks can lower bargaining costs.*” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 10, p. 330-348.
- [52] Sachs J.D. (1988a) “*The Debt Overhang of Developing Countries.*” In Calvo G. et al., ed., “*Essays in Memory of Carlos Diaz-Alejandro,*” Basil Blackwell, World Institute for Development Economics Research of The United Nations University.
- [53] Sachs J.D. (1988) “*Comprehensive Debt Retirement: The Bolivian Example.*” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, p. 705-714.
- [54] Sawada (1994) “*Are the heavily indebted countries solvent?: Tests of intertemporal borrowing constraints.*” *Journal of Development*, Vol. 45, p. 325-337.
- [55] Thomas J.P. (1996) “*Sovereign Debt Buybacks revisited.*” *Global Economic Institutions (GEI) Working Paper n. 20.*
- [56] Warner A.M. (1992) “*Did the debt crisis cause the investment crisis?*” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, p. 1161-1186.
- [57] Williamson J. (1988) “*Voluntary Approaches to Debt Relief.*” *Institute for International Economics, Policy Analysis in International Economics.*

Appendice

Tabella 1: Paesi che hanno aderito al piano Brady (1989-'94)

Piano Brady (1989-'94)
Argentina
Bolivia
Brasile
Bulgaria
Costa Rica
Repubblica Domenicana
Ecuador
Guyana
Giordania
Messico
Mozambico
Niger
Nigeria
Filippine
Polonia
Uganda
Uruguay
Venezuela

Source: Cline, 1995

Tabella 2: Piano Brady (miliardi di dollari)

Paesi	Periodi (a)	Debito eligibile	Condono:			
			Equivalente (b)	%	Prestiti	Prezzo buyback %
Mexico	15/9/89; 15/2/90	47.17	14.15	30	1.03	
Philippines	1989; 1992	6.60	2.38	36.1	0.83	50
Costa Rica	16/11/89; 21/5/90	1.61	0.98	60.9		16
Venezuela	25/6/90; 17/12/90	19.01	3.76	19.8	1.17	45
Uruguay	2/11/90; 19/12/91		0.50	31.3	0.09	56
Niger (c)	8/3/91	0.11	0.09	82		18
Mozambique (c)	27/12/91	0.19	0.11	57.6		10
Nigeria	1/1992	5.34	2.60	48.7		40
Guyana (c)	24/11/92	0.07	0.06	86.0		14
Argentina	7/4/92; 7/4/93	29.34	8.43	28.7		
Brazil	9/8/92; 15/4/94	50	14	28	0.5	
Uganda (c)	26/2/93	0.17	0.13	78.3		12
Dominican Rep.	3/5/93	0.8	0.4	50		25
Bolivia	19/5/93	0.18	0.14	79		16
Jordan	30/6/93	0.8	26	35		39
Bulgaria	25/11/93	6.8	3.40	50		
Poland	10/3/94	14	6.30	45		
Ecuador	2/5/94	7.6	3.42	45		
TOTALE		191.4	61.12	31.9	3.62	

(a) La prima data è quella del primo accordo, la seconda è la data finale. (b) Valore che si ottiene sommando la riduzione nel valore nominale del debito e la riduzione, in valore attuale, degli interessi. A questa cifra va sottratta la somma spesa nei riacquisti. (c) Operazioni avvenute secondo lo schema IDA (International Development Association).

Fonte: Cline, 1995.

Tabella 3: Paesi HIPC

Angola	Madagascar
Benin	Malawi
Bolivia	Mali
Burkina Faso	Mauritania
Burundi	Mozambico
Cameroon	Myanmar
Rep. Africa Centrale	Nicaragua
Chad	Niger
Congo, Rep. Dem.	Rwanda
Congo, Rep.	Sao Tome & Principe
Costa d'Avorio	Senegal
Etiopia	Sierra Leone
Gambia	Somalia
Ghana	Sudan
Guinea	Tanzania
Guinea-Bissau	Togo
Guyana	Uganda
Honduras	Vietnam
Kenya	Yemen
Laos	Zambia
Liberia	

Tabella 4: 19 paesi OCSE intervistati dalla Banca d'Italia

Paesi	S/N	Descrizione
Australia	S	Conversione '90-'91. RAMS dal '93
Austria	S	Nessuna informazione
Belgio	S	RAMS '91-'92. Conversione dal '91
Canada	N	
Danimarca	S	RAMS dal '90
Finlandia	S	RAMS dal '94
Francia	S	RAMS dal '91
Grecia	N	RAMS solo tra il '91-'95
Islanda	S	RAMS programmati per 1997
Irlanda	S	RAMS dal '90
Italia	S	RAMS dal '95
Olanda	S	RAMS solo alla fine del '94
Nuova Zelanda	S	RAMS dal '90
Norvegia	S	RAMS dal '95
Spagna	S	RAMS dal '95
Svezia	S	RAMS dal '89
Svizzera	N	
Regno Unito	S	RAMS dal '88
Stati Uniti	N	

RAMS="Programme of repurchase in advance of maturity of outstanding securities", ovvero programma di riacquisto in anticipo sulla scadenza. Questo include sia il semplice riacquisto (cioè accompagnato dall'eliminazione dei titoli riacquistati) che il riacquisto con la contemporanea emissione di nuovi titoli (conversione o concambio).

Fonte: Banca d'Italia e Tesoro.

Tabella 5: Motivazioni

Paesi	Descrizione (*)
Australia	(4) Scarsa liquidità (2) Omogeneità
Austria	(3) CSD (2) Omogeneità (1) Riduzione di debito
Belgio	(2) Omogeneità (4) Scarsa liquidità (5) Vecchi titoli
Danimarca	(2) Omogeneità (6) FT (4) Scarsa liquidità (3) CSD
Finlandia	(2) Omogeneità (4) Scarsa liquidità (5) Vecchi Certificati
Francia	(2) Omogeneità (4) Scarsa liquidità (3) CSD
Grecia	(1) Riduzione di debito (2) Omogeneità (3) CSD (4) Scarsa liquidità
Islanda	(2) Omogeneità
Irlanda	(4) Scarsa liquidità (3) CSD (2) Omogeneità
Italia	(1) Riduzione di debito (2) Omogeneità (4) Scarsa liquidità (3) CSD
Olanda	(4) Scarsa liquidità (7) Aumentare la Maturità (3) CSD
Nuova Zelanda	(2) Omogeneità (4) Scarsa liquidità
Norvegia	(2) Omogeneità (3) CSD (4) Scarsa liquidità
Spagna	(4) Scarsa liquidità (2) Omogeneità
Svezia	(4) Scarsa liquidità (2) Omogeneità
Regno Unito	(8) Mercato monetario (2) Omogeneità

(*) (1) Riduzione di debito; (2) Maggiore omogeneità della composizione del debito per maturità; (3) Riduzione dei costi del servizio del debito (CSD); (4) Eliminazione dei titoli con scarsa liquidità; (5) Eliminazione dei titoli più vecchi; (6) Fine tuning tra esigenza di spesa ed emissione di debito (FT); (7) Aumento della maturità del debito; (8) Gestione del mercato monetario.

Fonte: Banca d'Italia e Tesoro.

Tabella 6: Tecniche utilizzate nel riacquisto

Paesi	Descrizione
Australia	Riacquisto di titoli vicini alla scadenza
Austria	Operazioni di riacquisto non annunciate
Belgio	Conversione in titoli a lungo termine
Danimarca	Operazioni di riacquisto continue
Finlandia	Concambio
Francia	Riacquisti con aste rovesciate o scambio di titoli
Grecia	Riacquisto solo di emissioni particolari
Islanda	Riacquisto e conversione di titoli
Irlanda	Riacquisto (raro) e conversione di titoli
Italia	Riacquisti (asta rovesciata per titoli meno liquidi)
Olanda	Riacquisto e conversione di titoli
Nuova Zelanda	Riacquisto e conversione di titoli
Norvegia	Riacquisti (asta rovesciata con offerte a prezzo fisso)
Spagna	Riacquisto e conversione di titoli
Svezia	Conversione di titoli
Regno Unito	Riacquisti (asta rovesciata) e conversione di titoli

Fonte: Banca d'Italia e Tesoro.

Tabella 7: Origine dei fondi

Paesi	Descrizione
Australia	(2) Meccanismi di credito con la BC (1) Nuove emissioni
Austria	(3) Avanzi di bilancio
Belgio	(1) Nuove emissioni
Danimarca	(1) Nuove emissioni
Finlandia	(1) Nuove emissioni
Francia	(1) Nuove emissioni (4) Fondi speciali
Grecia	
Islanda	(1) Nuove emissioni
Irlanda	(1) Nuove emissioni
Italia	(4) Fondi speciali (*)
Olanda	(1) Nuove emissioni
Nuova Zelanda	(1) Nuove emissioni
Norvegia	(1) Nuove emissioni (2) Meccanismi di credito con la BC
Spagna	(2) Meccanismi di credito con la BC
Svezia	(1) Nuove emissioni
Regno Unito	Gilt Edged Official Operations Account (**)

(*) In Ottobre 1993, il governo italiano ha istituito un Fondo (con i proventi delle privatizzazioni) che può essere utilizzato solo per riacquistare debito. (**)
Si tratta di un conto con cui vengono fatte tutte le transazioni in Gilts (vendite e acquisti). È gestito dalla National Debt Commissioners, sotto l'autorità del Tesoro.

Fonte: Banca d'Italia e Tesoro.

Tabella 8: Attività degli emittenti nel 1999 e 2000

Paesi	Riacquisti*	Concambi	Riacquisti	Concambi	Riacquisti	Totale
	Asta		Asta		Mercato secondario	
	1999		2000			
Belgio			11.99			11.99
Francia			7.07		5.28	12.35
Italia	3.69		2.63		8.64	11.28
Irlanda	12.27	16.63				
Olanda	27.20	29.10				
Regno Unito			3.10		0.84	3.94
Spagna	5.60	7.37	2.26	2.50		2.26
Stati Uniti			30			30

* Valori nominali espressi in miliardi di Euro.

Fonte: Tesoro.